



**Groupement de Recherches Economiques  
et Sociales**

<http://www.gres-so.org>

**IFReDE  
&  
LEREPS**

**Université Montesquieu-Bordeaux 4**

**Université des Sciences Sociales Toulouse 1**

---

## *Cahiers du GRES*

---

### **Le capitalisme de marché financier et l'asservissement du cognitif**

*François MORIN*

LEREPS – GRES  
Université Toulouse 1

[morin@univ-tlse1.fr](mailto:morin@univ-tlse1.fr)

---

**Cahier n° 2006 – 05**

Janvier 2006

---

**Le capitalisme de marché financier et l'asservissement du cognitif**

**Résumé**

*Ce papier traite d'une question que posent les tenants d'un capitalisme cognitif : est-on entré dans une nouvelle ère en raison des mutations majeures intervenues dans le rapport salarial et dans le régime de production des connaissances ? La réponse positive à cette question relègue au second rang la thèse du capitalisme financier pour laquelle la financiarisation de l'accumulation touche fondamentalement le fonctionnement des firmes, au cœur même de leur activité. Le papier développe ce dernier point de vue. Il en résulte alors une conclusion décevante pour la thèse du capitalisme cognitif : la production des connaissances, joue certes un rôle important dans l'accumulation, mais celle-ci est fondamentalement asservie à la vision que peut avoir la finance globalisée à développer de nouvelles activités rentables.*

**Mots-clé :** capitalisme cognitif, capitalisme de marché financier, firme, production de connaissances, financiarisation.

**The Capitalism of financial market and the control of cognitive**

**Abstract**

*The aim of this paper is to question the cognitive capitalism hypothesis: are the major transformations of the wage labour nexus and regime of accumulation, created a new capitalism era? A positive answer to this question then relegates to a second rank the thesis of financial capitalism. For this last thesis, the financialisation of accumulation deeply transforms the firms. This paper develops this second point of view. Our conclusion is disappointing for the cognitive capitalism hypothesis. If the production of knowledge is important for the accumulation, nevertheless this production of knowledge is subordinated to the view of global finance. Indeed, it's this global finance who decides which are new profitable activities.*

**Keywords:** Cognitive capitalism, Capitalism of financial market, Firm, Production of knowledge, Financialisation

**JEL :** B5, D21, F30, G15, G23, G30, L0, P1

## Introduction<sup>1</sup>

Le propos de ce papier est volontairement limité à une question centrale que posent les tenants d'un capitalisme cognitif<sup>2</sup>. Est-on entré dans une nouvelle ère en raison des mutations majeures intervenues dans le rapport salarial et dans le régime de production des connaissances ? A cette question, il est répondu clairement, par ce courant de pensée, que le capitalisme contemporain voit son essor fondé principalement sur la diffusion et le rôle moteur du savoir. Dans ce contexte, le capitalisme cognitif représenterait la tentative actuelle d'une sortie de crise du capitalisme industriel.

Dans la formulation de ce programme de recherche, il est reconnu cependant que l'hypothèse d'un capitalisme cognitif est loin de s'opposer à une approche faisant de la finance un acteur méritant d'être pris en compte sérieusement. La financiarisation de l'économie constitue sans aucun doute, dit-on, un des traits saillants de la mutation actuelle du capitalisme. Bref, la thèse du capital financier peut se présenter comme une thèse concurrente, sérieuse, à la thèse du capitalisme cognitif. Toutefois, l'hypothèse d'un capitalisme financier apparaît finalement insatisfaisante, car surdéterminant les effets de la finance dans les processus de production ; elle ne permet pas de rendre compte du rapport antagoniste capital/travail qui se développe actuellement autour des enjeux du savoir. Alors, il convient, dans ces conditions de reléguer la thèse du capitalisme financier à une place, certes importante, mais seconde. Par exemple, on doit lui reconnaître sa capacité à comprendre le capitalisme en tant qu'organisation du pouvoir économique, mais il faut lui dénier sa capacité à proposer une réflexion sur l'organisation globale de la production dans ses différentes dimensions (technique, sociale et organisationnelle)<sup>3</sup>.

Notre propos, dans ce papier volontairement bref, s'attache à relativiser ces assertions et notamment la dernière. Nous pensons en effet que le pouvoir de la finance libéralisée ne s'arrête pas aux portes des firmes, ni à leurs sommets actionnariaux. Ce pouvoir atteint en réalité le fonctionnement des firmes au cœur même de leur activité. C'est ce que nous appelons plus loin, dans ce papier, la financiarisation de l'accumulation. Dans ce contexte, la production des connaissances ne peut apparaître que comme asservie par le jeu des contraintes qu'impose la valeur actionnariale. C'est la thèse que nous défendrons ici.

Pour bien comprendre la puissance de cette finance libéralisée, on s'attachera, dans une première partie, à la fois à caractériser les traits qui expliquent sa redoutable force (le processus de globalisation financière), ainsi que le terrain sur lequel elle agit (les firmes capitalistes). Cette présentation nous permettra de mettre en évidence le « pouvoir d'orientation » fondamental qu'elle inculque au capitalisme ; se trouvera aussi justifier par là-même l'appellation de « capitalisme de marché financier » qui sera retenue pour identifier la période de mutations considérables que notre planète subit actuellement, sous son influence.

La seconde partie de ce papier est consacrée plus particulièrement à décrire le cadre actuel de l'accumulation du capital. L'idée fondamentale est de montrer la profondeur actuelle atteinte par le processus de financiarisation au sein des firmes. Celui-ci frappe de façon déterminante

---

<sup>1</sup> Ce texte est issu d'un séminaire Gres-Matisse, organisé à Toulouse, le 7 juin 2005.

<sup>2</sup> On se réfère dans cette introduction à deux textes qui ont été présentés dans le cadre des séances du séminaire Matisse-Ysis : B. Paulré (2004) : « Introduction au capitalisme cognitif » ; et C. Vercellone (2004) : « Sens et enjeux de la transition vers le capitalisme cognitif : une mise en perspective historique ».

<sup>3</sup> B. Paulré (2004), p. 14.

les mécanismes de l'accumulation du capital. Il en résulte alors une conclusion décevante pour tous ceux qui aimeraient bien se rattacher à la thèse (parfois rassurante) du capitalisme cognitif : la production des connaissances, joue certes un rôle important dans l'accumulation, mais elle est fondamentalement asservie à la vision que peut avoir la finance globalisée de développer de nouvelles activités rentables.

## **1. Le capitalisme de marché financier et son pouvoir d'orientation**

Nous reprenons dans cette première partie une des préoccupations centrale de tous ceux qui cherchent à comprendre les mutations actuelles du capitalisme contemporain. Il s'agit essentiellement des transformations qui ont fait émerger, aux yeux de certains, un « nouveau » capitalisme, dans une période caractérisée par la sortie du capitalisme industriel, qualifié souvent de post-fordiste.

Au centre de cette préoccupation se trouve posée la question de l'orientation actuelle de l'accumulation du capital. Si les mots ont un sens, il est clair que cette question renvoie tout à la fois à la direction du mouvement, que l'on peut constater *a posteriori*, mais aussi aux différents choix qui s'offrent, *a priori*, tout au long des diverses trajectoires possibles. Une « orientation », c'est une trajectoire qui a fait l'objet de choix.

Pour avancer dans cette problématique de l'orientation de l'accumulation, nous proposons dans cette première partie du texte d'aborder la question sous deux angles différents. Le premier est celui des acteurs centraux du capitalisme, à savoir la firme. Comme noyau essentiel de l'accumulation, mais aussi de son orientation, la firme capitaliste a fait l'objet récemment de plusieurs révisions théoriques. Nous avons choisi ici de revisiter rapidement ces théories en dégagant une approche qui consiste à mettre en lumière les facteurs qui contribuent, au sein de la firme, à « orienter » les choix de l'accumulation.

Le second angle est celui des marchés, et plus précisément des marchés de la finance globalisée. L'objectif est non seulement de montrer « l'exubérance » actuelle de ces marchés, qui est considérable, mais surtout d'éclairer les canaux par lesquelles cette finance exerce actuellement une pression très forte sur la sphère de l'économie réelle. Cette pression influe alors grandement sur les choix des firmes et contribue à orienter fondamentalement l'accumulation du capital.

### **1.1. Le pouvoir d'organisation du capitalisme**

Nous souhaitons mettre ici en perspective les nouvelles théories de la firme dans la mesure où ce détour peut être utile pour appréhender finalement ce qui fait l'identité de la firme capitaliste en général<sup>4</sup>. La confrontation de points de vue théoriques, *a priori* non convergents, peut être en effet une source de réflexion approfondie sur la nature des firmes, surtout dans un contexte de mondialisation économique. En ce sens, on interrogera plusieurs courants théoriques et notamment la sensibilité évolutionniste qui cherche à approcher la firme comme une organisation globalement productrice de connaissances. Nous en verrons les apports et les limites.

---

<sup>4</sup> Cette section s'inspire partiellement d'un texte qui a été écrit en collaboration avec M. L. Morin (1999) : « La firme et la négociation collective : la question des frontières en économie et en droit », Presse de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse

Première idée, ce n'est que récemment que les économistes ont remis à l'ordre du jour de leurs travaux une réflexion théorique sur la nature de la firme. Ce sont les travaux d'O. Williamson, durant les années 80<sup>5</sup>, qui ont permis une prise de conscience sur les questions touchant à l'organisation de la firme et à son rapport au marché comme être contractuel. Mais les travaux de Williamson ont ouvert aussi une autre perspective sur les modes de coordination et les modes de gouvernance : à ses yeux, la firme est une institution hiérarchique non marchande qui s'oppose à l'institution marché, par définition décentralisée et non hiérarchique.

Cette seconde perspective a rejoint une autre tradition de la pensée économique, celle qui accorde une importance décisive à la question du pouvoir dans la firme. Selon cette tradition, la firme est avant tout un lieu de décision, un centre de pouvoir, qui donne une cohérence globale à ses actions stratégiques. Elle est un être, non plus directement transactionnel ou contractuel, mais d'abord un acteur qui gouverne dans un environnement devenu turbulent. À cette vision consensuelle minimale a cependant succédé un débat sur la façon d'analyser les rapports entre actionnaires et dirigeants, ou en termes plus théoriques, les rapports entre un Principal et ses Agents. Qui finalement décide ?

La réponse à cette dernière question n'est pas sans incidence sur la façon d'analyser le comportement de la firme. Le primat que l'on donne à l'actionnaire implique des stratégies de performances financières pour celle-ci, alors qu'une approche affirmant la prédominance de la direction insiste plutôt sur la recherche de performances économiques. Ce débat est très récent. Il a pris une forme aiguë depuis le milieu des années 90 avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des plus grandes firmes, et notamment des *money managers*. La question de la "shareholder value" (ou de la valeur pour l'actionnaire) est au centre des réflexions les plus récentes.

Dans ces conditions, notre propos sera double : d'une part, nous rappellerons comment se sont succédées dans le temps plusieurs visions théoriques de la firme ; et d'autre part nous chercherons à montrer, sans pour autant faire du syncrétisme théorique, dans quelles conditions et comment ces visions successives peuvent s'encaster finalement les unes avec les autres, pour dégager une définition de la firme capitaliste, qui en fait d'elle une unité de gouvernance sociale, économique et financière, dont le but est de faire du profit<sup>6</sup>.

### **La firme définie par un encastrement de l'unité technique et sociale dans l'unité économique**

Nous évoquerons ici les approches économiques "standards" de la firme qui dominent encore une grande partie de la littérature. On distinguera la période antérieure aux travaux de Williamson où la firme est d'abord vue comme une unité technique et sociale de production, et celle ouverte par les travaux de l'auteur américain où la firme est avant tout conçue comme une unité économique, transactionnelle, et par conséquent comme un nœud de contrats,

---

<sup>5</sup> Williamson (O. E) [1991] : *The economic institutions of capitalism*, The Free Press, New York, et [1984] : "The Economics of Governance : framework and implications", *Zeitschrift für die gesamte Straatswissenschaft*, n°140, p.195-223.; ces travaux trouvent une partie de leur inspiration dans le travail pionnier de Coase RH (1937), *The nature of the firm*, 331-51, in Stigler G.J. & Boulding K.E. (Eds) (1952), *Readings in price theory*, R.D.Irwin, Chicago.

<sup>6</sup> Le but de faire du profit peut se traduire à travers deux grands types d'obligation alternatifs. Une obligation de moyens d'un côté, avec l'objectif de maximisation, ou encore avec la contrainte d'un profit minimum. Une obligation de résultat de l'autre côté, avec l'imposition d'un taux de rentabilité fixé a priori

définie essentiellement par son rapport au marché. Cette dernière vision, plus riche, permet alors une vue encadrée de l'unité productive au sein de l'unité économique.

*La "firme-point" comme unité productive, technique et sociale, ou l'approche de la firme par rapport à la production.*

La firme de la théorie standard, c'est-à-dire de la théorie néoclassique de l'équilibre général telle qu'elle a pu être formalisée par K Arrow et G. Debreu<sup>7</sup> dans les années 50, est simplement un agent très particulier, exactement un "producteur" qui, comme le consommateur, maximise son revenu sous contrainte budgétaire. Cette firme est par conséquent une simple composante de la théorie des prix et de l'allocation des ressources. On lui reconnaît deux fonctions essentielles : la transformation des facteurs de production (capital et travail) en produits, et la maximisation du profit (fonction économique).

C'est donc un agent économiquement rationnel, mais aussi un agent sans épaisseur particulière puisque les questions touchant à son organisation ne sont absolument pas traitées. Dans la formalisation de la théorie, elle est représentée par un "point dans un espace à n dimension" (les "n" producteurs). C'est la raison pour laquelle on évoque, à propos de cette théorisation, la conception d'une "firme-point" ou encore d'une "boîte-noire". Retenons que la firme est définie d'abord par sa fonction productive, qui fait d'elle un "producteur" dont le caractère technique et social est directement relié à la combinaison des facteurs de production qu'elle met en œuvre : le facteur travail et le facteur capital.

*La "firme-nœuds de contrats" comme unité économique, ou l'approche de la firme par rapport au marché.*

Ces secondes approches modifient la perspective et même l'inverse quelque peu. La question du rapport au marché devient ici essentielle, tout comme celle touchant à l'organisation interne de la firme. La firme est fondamentalement vue comme un "processeur d'informations ou de connaissances"<sup>8</sup> répondant à des défaillances du marché ; elle est une réponse, en forme contractuelle, à des problèmes d'asymétrie d'information. Plusieurs sensibilités théoriques doivent être, néanmoins, évoquées.

Dans l'approche dite "standard élargie"<sup>9</sup>, la firme est d'abord conçue comme un être transactionnel, un nœud de contrats, gérant un ensemble d'actifs spécifiques, et qui économise les coûts d'utilisation du marché. La coordination interne, qui est hiérarchique, est, de son côté, assurée par des relations d'agence qui ont pour objectif d'éviter les comportements opportunistes ; cette coordination est assurée par le Principal, et le contrôle qu'il exerce sur l'Agent grâce à un système d'incitations financières pour éviter les risques de cavalier clandestin.

---

<sup>7</sup> Arrow, K.J. (1951), "Social choice and individual value", et (1959), "Rational choice functions and orderings", *Economica* 26, 121-127. et Debreu, G. (1958), "Théorie de la valeur, une analyse axiomatique de l'équilibre général", Dunod.

<sup>8</sup> Teece D.J. (1990), "Contributions and impediments of economic analysis to the study of strategic management", in Fredrickson J.M. (ed.), *Perspectives on strategic management*, Grand Rapids, Harper Business, p. 59.

<sup>9</sup> Cf. Jensen M.C. et W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octobre, pp. 305-360 ; et Alchian A.A. et H. Demsetz (1972), "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, vol. 62, n°5, pp. 777-795.

Les approches dites "non-standards", dans la mesure où elles rompent avec le paradigme néoclassique, tentent pour leur part d'approfondir la question de l'organisation. Ainsi, les approches évolutionnistes<sup>10</sup> voient-elles dans la firme un processeur de connaissances sensé répondre à la rationalité limitée des agents<sup>11</sup> ; ici la coordination est essentiellement assurée par des routines (règles ou procédures) qui doivent guider l'action ; ces routines mobilisent les connaissances et des savoirs faire tacites des agents. Toujours dans cette lignée, d'autres auteurs appartenant à des champs disciplinaires différents<sup>12</sup>, ont cherché à définir la firme comme un nœud de compétences<sup>13</sup>, les compétences recouvrant aussi bien des actifs que des aptitudes ; celles-ci sont tout autant technologiques qu'organisationnelles, individuelles que collectives.

Très clairement, ces approches ont deux traits communs, malgré leur diversité : le premier, le plus important, fait de la firme une "entreprise" parce qu'elle est une "unité économique", définie cette fois-ci essentiellement par rapport au marché et, non plus, par rapport à la production ; en tant que telle, elle devient un être transactionnel, doué d'une personnalité morale et d'un patrimoine, ayant une capacité à nouer des contrats. Mais cette firme est aussi une hiérarchie et un mode de coordination organisée des activités. Elle peut donc être multibranche, gérant, intégrant, et encastrant par conséquent des unités productives distinctes.

### **La firme définie comme structure unitaire de gouvernance**

Résumons nous. Dans une première perception, la firme peut être vue comme un "producteur", c'est-à-dire comme une entreprise mono-branche où l'accent est mis prioritairement sur la fonction productive, qui apparaît centrale et unique, et secondairement sur la fonction économique. La seconde perception inverse ce rapport en l'élargissant : la firme se comprend d'abord comme une entreprise (fonction économique) et secondairement comme une organisation encastrant une ou plusieurs unités de production (fonction productive).

Mais qu'advient-il de ces définitions lorsque l'on prend en considération une troisième fonction, la fonction financière, surtout quand celle-ci se détache des deux autres ? Certes, les définitions précédentes de la firme incluaient implicitement cette fonction ; la firme-unité productive devait gérer un budget ; la firme-unité économique, comme personnalité morale, devait gérer un patrimoine. Mais lorsque cette fonction devient centrale dans l'organisation de la firme, comme par exemple dans les groupes de sociétés, ne doit-on pas reconsidérer les théorisations ?

Nous défendrons l'idée que la prise en compte, à part entière, de cette fonction (tout en intégrant les deux autres) amène à privilégier une autre définition de la firme, celle qui la considère d'abord comme une structure unitaire de gouvernance. Dans la suite, nous

---

<sup>10</sup> Nelson R.R. et S.G. Winter (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Harvard University Press ; et Alchian A.A. (1950), "Uncertainty, evolution and economic theory", *Journal of Political Economy*, vol. 58, n°3, pp. 211-221

<sup>11</sup> Cohendet P. et P. Llerena (1999), "La conception de la firme comme processeur de connaissances", *Revue d'Economie Industrielle*, n°88(2), pp. 211-236 ; Ancori B., A. Bureth et P. Cohendet (2000), "The economics of knowledge : the debate about codification and tacit knowledge", *Industrial and Corporate Change*, vol. 9, n°2, pp. 255-287. Nonaka I., R. Toyama et A. Nagata (2000), "A firm as a knowledge-creating entity : a new perspective on the theory of the firm", *Industrial and Corporate Change*, vol. 9, n°1, p. 2

<sup>12</sup> Par exemple, Porter M. (1985), *Competitive advantage*, traduction française, L'avantage concurrentiel, 1986, InterEditions, Paris

<sup>13</sup> Dubuisson S. et I. Kabla (1999), "Innovation et compétences : compte rendu d'une réflexion collective", in Foray D. et J. Mairesse (eds.), *Innovations et performances. Approches interdisciplinaires*, ED. de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, pp. 213-225.



dresserons rapidement la cartographie des théories de la gouvernance, puis nous nous arrêterons sur l'architecture de la firme contemporaine.

*La cartographie des théories de la gouvernance et son renouvellement sous l'impact des investisseurs institutionnels*

Ces théories considèrent en priorité la firme comme un centre de pouvoir, un lieu de coordination centralisé des activités. Deux critères permettent cependant de clarifier les diverses sensibilités théoriques : la relation qui oppose les actionnaires et les dirigeants d'une firme d'une part ; et la mesure de la dispersion ou de la concentration des droits de propriété sur le capital d'autre part.

Les théories standards privilégient le pouvoir actionnarial dans la relation actionnaires/dirigeants, et par conséquent l'importance de la maximisation du profit comme fonction objectif de la firme. La théorie de l'agence<sup>14</sup> accorde à la concentration des droits de propriété une signification particulière ; c'est en effet grâce à un actionnaire, sinon majoritaire, mais au moins de référence, que la relation d'agence sur les dirigeants peut s'affirmer. Cette approche se trouve concurrencée par la théorie dite du "marché du contrôle"<sup>15</sup> qui, au contraire, insiste sur le pouvoir des petits actionnaires en raison de leur influence déterminante sur les cours boursiers ; en vendant leurs actions, et par conséquent en faisant baisser les cours, ceux-ci finissent par discipliner, et donc contrôler, les équipes dirigeantes.

Les autres théories mettent au contraire l'accent sur le pouvoir directorial face aux actionnaires. La plus célèbre de ces théories est celle du pouvoir managérial. Elle explique le pouvoir de la technostructure dirigeante par la faiblesse du pouvoir des actionnaires en raison de leur grand nombre et donc de leur dispersion relative. Une autre théorie mérite mention, celle de la propriété circulaire. Là, les dirigeants s'appuient sur des bouclages de participations (autocontrôle ou participations croisées) pour affirmer leurs prérogatives face à l'actionnariat<sup>16</sup>.

Cette cartographie des positions théoriques est aujourd'hui partiellement remise en cause avec l'arrivée de puissants actionnaires dans le capital des grandes firmes : les investisseurs institutionnels et plus particulièrement les *money-managers*. Ceux-ci en effet ne cherchent pas à établir une relation d'agence ou de contrôle avec les dirigeants, alors qu'ils représentent cependant une part souvent très concentrée de la propriété, surtout si on additionne leurs parts ; ils préfèrent plutôt établir une relation d'influence sur les orientations stratégiques de la firme, sans pour autant supporter le poids d'une responsabilité patrimoniale. Ceux-ci refusent en général d'être représentés dans les structures de gouvernance des firmes dans lesquelles ils ont investi leurs capitaux.

---

<sup>14</sup> Fama (E.F.) [1980] : "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, vol n°8 ; et Jensen (M.C.) et Meckling (W.H.), [1976] : "Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360, octobre.

<sup>15</sup> Grossman (S), Hart (O), [1988] : "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p.175-202.

<sup>16</sup> Ces comportements sont repérés par la littérature par l'objectif "d'enracinement" qui caractériserait le comportement de certains dirigeants ; cf. Charreaux (G) [1994] : "Conseils d'administration et pouvoirs dans l'entreprise", *Revue d'Économie Financière*, n°31. Les travaux de M. Aoki sur le Japon vont dans le même sens (1988), *Information, incentives and bargaining in the Japanese economy*, Cambridge University Press



### ***L'architecture de la firme et l'encastrement des relations financières et de contrôle***

La leçon à tirer de cette cartographie et de son renouvellement récent est la suivante : l'examen de la relation entre actionnaires et dirigeants est central pour déterminer la frontière amont de la firme : y a-t-il ou non relation de contrôle ? Et la nature de cette relation ne doit pas prêter à interprétation : le contrôle est compris ici comme la capacité à nommer ou à révoquer une direction générale. Cette notion est également incontournable pour déterminer la frontière aval d'une firme, surtout lorsque celle-ci est organisée sous la forme d'un groupe de sociétés : comme structure unitaire de gouvernance, un groupe de sociétés doit en effet être considéré comme l'ensemble des sociétés qui sont contrôlées directement ou indirectement par une même société mère. Cette structure permet à la firme-groupe de gérer, de façon centralisée, l'allocation des capitaux entre plusieurs activités faisant partie de son périmètre, bref de gérer organiquement sa fonction financière.

Nous pouvons maintenant conclure sur ce qui pourrait être une approche renouvelée de la firme : quelle que soit sa complexité, une firme gère de façon concomitante trois fonctions essentielles<sup>17</sup> : une fonction productive (technique et sociale), une fonction économique et une fonction financière. Cette gestion peut être organisée sous une configuration unique ou bien sous des configurations emboîtées : la figure de l'unité productive (le producteur) intègre ces trois fonctions en mettant l'accent plus particulièrement sur le rapport à la production ; la figure de l'unité économique et sociale (l'entreprise) insiste sur la fonction économique et le rapport au marché tout en soulignant l'encastrement des fonctions : le productif (et donc le social) s'intègre à l'économique mais aussi au financier ; quant à la figure de l'unité économique et financière (le groupe de sociétés), elle privilégie la fonction financière par rapport aux deux autres ; le groupe est une structure emboîtée à trois niveaux : le financier intègre l'économique qui lui-même intègre le productif.

La mise en évidence de ces fonctions et de leur encastrement hiérarchique éventuel fait clairement apparaître ce qu'est une firme capitaliste : un être organisé doté d'une structure de gouvernance en vue de faire du profit. C'est pourquoi dans la suite de ce papier, la firme sera considérée comme une unité de gouvernance sociale, économique et financière<sup>18</sup>. C'est la raison pour laquelle on doit retenir de cette approche le rôle prééminent de la fonction financière dans l'*organisation* des firmes contemporaines, surtout lorsque ces firmes prennent la forme d'un groupe. Celle-ci domine les autres fonctions, en les encastrant, dans l'organisation même des groupes. Celui qui gère, ou influence, cette fonction est en capacité « d'orienter » les choix d'allocation des capitaux de la firme et donc sa stratégie d'investissement. Poussée à son extrême, cette vision fait de la firme, pour ceux qui la considèrent ainsi, un pur actif financier. Nous allons y revenir.

---

<sup>17</sup> Lorsque cette concomitance n'est pas réalisée, on est en présence d'un démembrement de la firme ; il en est ainsi d'un établissement intégré à une entreprise, ou bien d'une société (ou entreprise) intégrée dans un groupe de sociétés.

<sup>18</sup> Cette définition permet de distinguer clairement le concept de firme de celui d'entreprise. La notion de firme a une étendue conceptuelle plus large que celle d'entreprise. L'entreprise peut être ou bien indépendante, c'est alors une firme dont la fonction économique est dominante par rapport aux deux autres fonctions. Ou bien l'entreprise est intégrée dans un groupe ; elle est alors un simple démembrement de la firme, et ne gère que la fonction économique et sociale.

## **1.2. La globalisation financière et le pouvoir de prélèvement du capitalisme**

Prenons maintenant un autre angle de vue, nous plus celui de l'acteur-firme, mais celui des marchés, et plus particulièrement celui des marchés financiers. Nous savons tous que ces marchés sont en voie de globalisation totale de leurs segments en raison, notamment, de leur intégration croissante à l'échelle internationale. De plus, ces marchés deviennent interdépendants à l'échelle planétaire, car leurs principales variables (taux d'intérêt, taux de change, cours de bourse) interagissent mutuellement (phénomène de corrélation des marchés). Ces processus de globalisation concernent aussi bien les marchés du financement (marchés boursiers, marchés monétaires), que les marchés de la couverture (marchés de gré à gré des swaps, marchés organisés des options et des contrats à terme).

Plus précisément, depuis le milieu des années 90, ces marchés ont connu plusieurs évolutions exceptionnelles qui peuvent nous faire croire que l'on est entré dans un nouveau « paradigme ». Tentons de le synthétiser d'abord par une série d'éléments assez généraux. Le point de départ de ce nouveau régime s'est probablement fait jour avec la formation de la bulle financière en raison de l'augmentation très rapide du prix des actifs financiers, à partir de 1995. D'autres éléments peuvent ensuite être avancés : une inflation faible, peu volatile, en présence cependant d'une surliquidité permanente des principales économies ; des économies traversées par des pressions déflationnistes ; des variables globales dont l'instabilité augmente progressivement ; des relations entre taux d'intérêt et cours boursiers qui se sont distendues et, par conséquent, des cours boursiers qui sont davantage influencés par les bénéfices que par les taux d'intérêt. A cet environnement global, il faut ajouter des traits caractéristiques de l'économie des États-Unis avec ses déficits jumeaux croissants ainsi qu'un axe financier États-Unis – pays asiatiques dont dépend essentiellement le niveau du dollar (avec, par conséquent, une distorsion internationale des taux de change). Il faut y ajouter, dans ce pays, un gonflement de l'endettement des ménages et des prix de l'immobilier résidentiel.

A côté de ces éléments très généraux, on peut ajouter quelques ordres de grandeur qui ne peuvent que faire réfléchir. Nous adopterons ici, à des fins de présentation plus aisée, une unité de mesure particulière : le téra-dollar (T\$), autrement dit le millier de milliards de dollars<sup>19</sup>. Cette unité va nous permettre de confronter quelques grandeurs de la finance globalisée avec d'autres grandeurs de l'économie réelle.

Du côté de la finance globalisée, citons plusieurs données significatives ayant trait aux transactions de l'année 2002, portant sur la totalité des marchés de la planète<sup>20</sup> :

- 384 T\$ pour le marché des changes,
- 699 T\$ pour les marchés de la couverture,
- et seulement 39 T\$ pour les marchés du financement (actions/obligations).

---

<sup>19</sup> Cette unité de mesure est très courante ; on peut par exemple évoquer le téra-octet, qui mesure le millier de milliards d'octets, soit 1000 Giga-octets, taille qu'atteint aujourd'hui la mémoire de certains ordinateurs.

<sup>20</sup> Les données qui suivent sont tirées de la base de données Quick Query de la Banque Mondiale, et des rapports trimestriels de la BRI

Côté économie « réelle », on retient ici le montant de la production de biens et services dans le monde entier ; la Banque mondiale nous indique que le total des PIB, pour 199 pays, durant la même année 2002, s'élevait à :

- 32 T\$,
-----------

Cette grandeur est également un flux, comparable par conséquent aux grandeurs de flux de la sphère financière évoquées ci-dessus, puisque ici elle retrace également un ensemble des transactions (celles qui portent précisément sur des biens et services). Cette donnée globale se décompose notamment ainsi :

- 10.4 T\$ pour le PIB des États-Unis
- 6.6 T\$ pour le PIB de la Zone euro
- 4.0 T\$ pour le PIB du Japon

Le trait le plus frappant de ces diverses grandeurs est celui relatif aux produits dérivés. Ces marchés n'existaient pratiquement pas au début des années 1980. On doit comprendre leur développement foudroyant aux cours des années 90, essentiellement par la montée des incertitudes qui entourent l'évolution des variables, nouvellement libéralisés : d'abord avec les taux de change, puis, surtout avec les taux d'intérêt. Les firmes veulent se couvrir toujours davantage contre les variations intempestives qui naissent de la libéralisation des marchés. Les produits dérivés deviennent alors les béquilles, sans doute nécessaires, mais très coûteuses, de la finance libéralisée.

La question qu'il convient de se poser à ce stade de la présentation est de savoir comment cette finance globalisée et libéralisée pèse de son poids sur l'économie réelle. Bref, quel est son pouvoir de pression effectif ?

On peut identifier trois canaux de transmission par l'intermédiaire desquels la sphère financière exerce son influence sur la sphère réelle. Ces canaux sont autant de voies par lesquelles des prélèvements de valeur sur l'activité productive sont opérés. Ainsi, les facteurs de l'expansion de la finance globalisée produisent, à chaque fois, un impact caractéristique sur la sphère réelle. Nous nous proposons d'examiner rapidement les uns et les autres.

### **La valeur actionnariale : une dynamique redoutable de façonnage de la sphère réelle**

Une première forme de prélèvement au profit de la finance globalisée est alimentée par la « valeur actionnariale ». L'extraction de survaleur (au sens du modèle de *l'Economic Value Added* – EVA) est d'abord produite par les nouvelles normes de gestion qui se sont introduites au sein des firmes. Cette financiarisation de leur gestion est clairement imposée par les *money managers* afin de faire remonter la valeur aux actionnaires<sup>21</sup>.

Ces pratiques aboutissent non seulement à révolutionner le mode de management des entreprises, mais aussi à opérer des transferts de risques massifs sur les entreprises, et, par ricochet, sur le monde du travail : il faut « flexibiliser » le marché du travail ainsi que l'organisation du travail. Les transferts de risque concernent également les pays émergents, comme cela a été observé au moment des crises financières de la fin des années 90.

---

<sup>21</sup> On revient plus longuement sur ce point fondamental dans la seconde partie de ce papier.

Pour prendre une image, on dira que l'extraction des liquidités alimentant cette finance globalisée est facilitée par un ensemble de techniques qui visent, au sein de l'économie réelle à remodeler en profondeur la gouvernance des firmes, bref à la « façonner » en fonction des intérêts de la valeur actionnariale. Le point d'appui de cette action s'adresse évidemment à la fonction financière des firmes dont la gestion doit être entièrement mise au service des remontées de cash au profit des actionnaires.

### **La gestion très spéculative des risques par effet de levier : un coût de couverture devenu exorbitant**

L'extraction de la valeur se poursuit ensuite par « l'innovation financière » produite notamment par les plus grandes banques internationales. Celles-ci sont à l'origine des instruments de couverture qui circulent sur les marchés organisés, ou encore, des contrats swaps qui se concluent de gré à gré. Le but affiché de ces nouvelles pratiques est de gérer les risques de toutes sortes, mais principalement ceux qui sont produits par les marchés monétaires et financiers eux-mêmes.

La production et la gestion de produits de couverture (contre les risques de change, et surtout contre les risques de taux) sont alors autant d'occasion de prises de risque pour ceux qui acceptent d'en être les contreparties. La spéculation est ainsi intimement liée au développement des produits dérivés. Les gains spéculatifs peuvent être ici considérables en raison des effets de levier que les marchés organisés de ces produits autorisent. Avec l'explosion des marchés des produits de couverture et de spéculation, les occasions de prélèvement (grâce à chaque fois aux coûts de transaction liés à ces opérations, qui se traduisent essentiellement par des commissions substantielles) se multiplient et deviennent d'autant plus importants que ces marchés se développent actuellement de façon exponentielle.

Tous ces prélèvements supplémentaires alourdissent le coût des couvertures des firmes qui cherchent à se protéger contre les variations de prix générés qu'au sein de la sphère financière.

De surcroît, au fur et à mesure que ces marchés se développent, on peut affirmer que leur instabilité augmente. En raison de la libéralisation financière, les autorités ont en effet de moins en moins de pouvoir sur les principales variables qui façonnent ces marchés (taux d'intérêt, taux de change, cours boursiers). Il faut alors se prémunir contre cette instabilité en multipliant les instruments de protection. Mais, ces instruments sont eux-mêmes instables dans leurs grandeurs. Il faut alors se protéger de nouveau contre ces variations indésirables (couverture de couverture) dans un processus de dédoublement qui peut se répéter plusieurs fois...

### **Les taux swaps « sous contrôle » des grandes banques : un coût de financement croissant.**

Enfin, avec un levier plus considérable encore, la valeur peut être extraite, et contribuer à faire grossir encore un peu plus les gains de la finance, quand certains acteurs sont en capacité de maîtriser les conditions de financement d'une économie. Mais, quand cette économie s'appelle l'économie mondiale, on comprend alors que les enjeux deviennent considérables.

Or, les plus grandes banques internationales sont en mesure aujourd'hui de peser sur l'évolution des taux d'intérêt grâce aux taux swaps qu'elles proposent à leurs clients (sur des marchés de gré à gré) ; en effet, la courbe de ces taux est devenue, depuis quelques années

seulement, la référence quasi-exclusive des marchés monétaires et financiers internationaux, aux dépens notamment des taux d'intérêt pratiqués sur les titres d'Etat.

Certes, les Banques centrales, et notamment la Fed, peuvent continuer à donner l'illusion de maîtriser les taux d'intérêt les plus courts, et notamment les taux au jour le jour. Mais nul n'ignore que ces taux subissent de plus en plus nettement les influences de marchés. A l'autre bout du spectre, les taux longs ont fini par s'émanciper de toute tutelle, et notamment de celle, indirecte, de la Fed ; ils ne sont donc soumis qu'aux seules forces du marché (principalement le marché obligataire américain). On peut se référer à ce sujet aux dernières déclarations de Greenspan.

Mais, entre les taux les plus courts et les taux les plus longs s'intercalent désormais des taux swaps qui sont soumis, pour l'essentiel, au pouvoir de marché des plus grandes banques internationales. Celles-ci sont aujourd'hui en mesure d'influencer la formation des taux d'intérêt à l'échelle planétaire puisque leurs taux sont devenus aujourd'hui les « taux référents » des marchés. La libéralisation financière a permis aux taux d'intérêt de s'émanciper de la tutelle des États ; la globalisation financière va beaucoup plus loin ; elle permet aujourd'hui à des pouvoirs privés, celui des grands groupes bancaires internationaux, de fixer en grande partie l'évolution de ces mêmes taux.

De nouveau, les taux d'intérêt ne sont plus vraiment « libres ». Avant l'indépendance des banques centrales, ils étaient largement sous l'influence des « autorités monétaires », c'est à dire, en clair, essentiellement sous l'autorité des gouvernements à travers les ministres de l'économie et des finances. Ils subissent aujourd'hui le pouvoir d'un oligopole extrêmement puissant qui s'est installé dans le poste de commande du financement de l'économie mondiale<sup>22</sup>. Ce pouvoir-là est tellement incommensurable qu'il confère aux banques des pouvoirs particulièrement inquiétants.

Avec ce pouvoir des banques, le capitalisme de marché financier écrase aujourd'hui l'économie réelle par les différents prélèvements exorbitants qu'il opère en son sein. Les trajectoires possibles pour l'accumulation sont alors, dans ces conditions, largement sous contraintes. Nous allons voir que leur orientation est, elle aussi, largement asservie.

## **2. L'accumulation par une production des connaissances asservie**

Nous avons abordé dans la partie précédente ce que pouvait être l'identité d'une firme capitaliste à travers l'organisation de ses fonctions et le but poursuivi. Nous avons remarqué à ce propos que, dans son organisation la plus complexe, la fonction financière jouait un rôle crucial, car elle encastrait organiquement les autres fonctions. Par ailleurs, nous avons cherché, sur un tout autre plan, à rendre compte du poids des marchés financiers dans la période la plus récente. Ce poids, nous l'avons constaté, est particulièrement écrasant pour les marchés de la couverture. En identifiant les canaux par lesquels ce capitalisme de marché financier opérait des prélèvements de valeur sur la sphère réelle, on a mesuré à quel point on entrait dans un nouveau paradigme lié à la globalisation financière.

---

<sup>22</sup> Selon plusieurs rapports trimestriels de la BRI, cette concentration commence à être très préoccupante. Selon cette source, à elle seule, la Banque J. P. Morgan contrôlerait 25 % du marché des swaps.

Il nous faut maintenant croiser ces deux approches et montrer davantage encore s'il en est que l'orientation de l'accumulation, dans les noyaux centraux du capitalisme que sont les firmes, est bien aujourd'hui le fait de la finance globalisée et libéralisée. Nous allons ici avancer l'idée que « l'accumulation se financiarise » sous l'effet du fonctionnement actuel des marchés financiers. Ce processus est évidemment fondamental pour comprendre à la fois le cadre, mais aussi la dynamique des firmes. Il y a une redistribution complète des rôles et des pouvoirs dans l'allocation et la valorisation des capitaux. C'est ce que nous allons d'abord développer dans la première section.

Il nous restera alors à conclure que, dans ce contexte entièrement nouveau, le contenu de l'accumulation n'est pas essentiellement cognitif ; l'accumulation ne porte pas sur la connaissance et sur la créativité, mais repose toujours, et davantage encore, d'abord sur l'extraction de valeur qu'impose les actionnaires. La captation de valeur peut certes se nourrir des connaissances et des innovations comme elle peut toujours continuer à se nourrir de toute forme de travail vivant. L'essentiel est ici de comprendre que la firme capitaliste est avant tout perçue, par la finance globalisée, comme un actif parmi d'autres, mais surtout comme un actif financier qu'il s'agit, d'une part, de valoriser à un niveau déterminé, et d'autre part, de canaliser la composition vers les activités les plus rentables. C'est cette vision financière qui, aujourd'hui, oriente fondamentalement l'accumulation.

## **2.1. La financiarisation de l'accumulation**

On rappellera ici tout d'abord la façon dont la notion de financiarisation a émergé, non sans lien avec la notion de « corporate governance »<sup>23</sup>.

### **L'émergence très récente de la notion de financiarisation**

Il est frappant de constater que l'emploi généralisé de certaines notions ou de certains concepts se produit parfois dans un laps de temps très court. C'est le cas actuellement du concept de « financiarisation », comme cela a été précédemment le cas d'un autre concept, sur lequel nous souhaitons aussi insister ici, car non sans lien, celui de gouvernance, ou plus exactement de « *corporate governance* ». En effet, nous allons considérer ici que la « financiarisation » des firmes est, à titre principal, un processus qui découle très directement de la nouvelle « gouvernance » qui s'est imposée aux firmes durant les années 90.

Pour ces deux concepts particuliers, on peut également avancer l'idée que leur mode de diffusion s'est engagé en plusieurs temps, relativement distincts. D'abord, un temps d'émergence : les notions reflètent alors un phénomène véritablement nouveau, facilement identifiable. Ensuite, second temps, une généralisation quasiment planétaire : ces catégories acquièrent, dans cette phase essentielle, leur statut de véritable concept. Enfin, troisième temps, relative dissolution sémantique : leur succès provoque une extension de leur emploi dans d'autres champs que les champs initiaux.

Prenons tout d'abord la catégorie de *corporate governance*. Celle-ci émerge, comme concept, aux Etats-Unis<sup>24</sup>, à la fin des années 80, puis en Grande-Bretagne au début des années 90<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Les éléments de cette section s'inspirent, pour partie, d'un texte qui fait l'objet actuellement d'une rédaction collective, avec G. Colletis et E. Pineault, sur le concept de financiarisation.

<sup>24</sup> Aux États Unis, les principes du "corporate governance" ont été formalisés dans un ouvrage élaboré par l'institut de droit américain en avril 1993 (l'American Law Institute).



Elle connaît ensuite une extension très rapide à l'ensemble de la planète financière et aux entreprises cotées. En France, c'est le rapport Viénot, de 1995<sup>26</sup>, qui lui donne toute sa place. Dans tous les pays, l'idée est la même : il s'agit d'énoncer les bonnes pratiques de management des entreprises qui s'imposent lorsque se vérifie la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital des firmes. Mais, à la fin des années 90, on peut constater les premiers signes de dissolution sémantique du concept. Ce processus se vérifie par l'emploi du concept de gouvernance dans d'autres champs que le champ strict de la firme. Par exemple, n'a-t-on pas évoqué ce que devrait être la bonne « gouvernance des collectivités locales », ou encore la « gouvernance mondiale », etc.

Avec un décalage de quelques années, la notion de financiarisation a connu le même sort. On peut vérifier les premiers emplois au milieu des années 90, puis sa consécration comme concept quelques années plus tard. Schématiquement, la financiarisation des firmes s'identifie alors, conceptuellement, à la norme financière qu'imposent les nouveaux actionnaires professionnels, celle qui fixe notamment à 15% le taux de retour sur investissement<sup>27</sup>. Depuis, le concept a eu tendance, lui aussi, à se dissoudre, sur le plan sémantique, dans d'autres emplois que l'emploi initial relatif à la firme et à sa gestion. Par exemple, plusieurs travaux se sont intéressés à la financiarisation de « secteurs d'activité » (comme ceux de l'immobilier, des industries culturelles, des activités d'assurances, du sport, etc.) ; ou encore à la financiarisation d'un « pays », ou bien plus largement à celle de « l'économie mondiale », ou enfin, sur un autre plan, à celle du « rapport salarial »<sup>28</sup> ou du « capitalisme »<sup>29</sup>.

Revenons sur les années charnières qui a vu l'apparition du concept de financiarisation, celles du milieu des années 90. Celles-ci correspondent à plusieurs événements concomitants qui peuvent fournir autant d'éléments justifiant le changement de paradigme que nous avons examiné dans la partie précédente de ce papier, à la fois dans les représentations collectives des investisseurs, mais aussi dans leurs modes d'actions. C'est, par exemple, le moment où les fonds de retraite de type DC (*defined contribution*) aux États-Unis l'emportent, en stocks, sur les fonds de type DB (*defined benefit*), créant de ce fait un nouveau comportement chez les

---

<sup>25</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Cadbury Report, 1992 ; voir également le Cadbury Committee, « The financial aspects of corporate governance », HMSO, London, 1993. Le rapport Cadbury, déposé fin 1992 en Grande Bretagne, propose notamment de distinguer au sein du conseil d'administration, les "non executive directors" qu'il faut apparenter à des administrateurs indépendants et "les executive directors" qui sont les cadres supérieurs dirigeants, tenus à des obligations d'information (Report, 1992).

<sup>26</sup> M. Viénot « The Viénot report », Conseil national du patronat français, CNPF, le 10 Juillet 1995. Un second rapport a été également produit : « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc Viénot », juillet 1999, comité conjoint AFEP et MEDEF.

<sup>27</sup> Artus (2001) souligne à ce propos qu'il s'agit fondamentalement d'un critère de rentabilité financière pour l'actionnaire et non pas d'un critère de profitabilité économique. En effet, la hausse de la rentabilité économique n'explique pas la hausse du ROE puisque ce dernier a progressé de 12% à plus de 17% entre 1992 et 2000 alors que la rentabilité économique du capital ( profits / capital productif ) n'a quasiment pas varié sur la même période. Artus justifie cette constance sur la même période par l'évolution des profits de 7,5% à 9,5% du PIB et une progression de 40% du rapport capital productif / PIB . Par conséquent, c'est la hausse du levier d'endettement qui en est la cause. Celui-ci augmente avec l'accroissement des dettes et la baisse des fonds propres liés au rachat des actions. Pour une profitabilité économique donnée, accroître le levier d'endettement permet une hausse du rendement des fonds propres d'autant plus forte que les taux d'intérêt sont bas, que l'inflation ne menace pas et que la rentabilité du capital est forte. En faisant fonctionner cet effet de levier, les sociétés américaines se sont alors fortement endettées afin de financer le rachat d'actions (c'est-à-dire la baisse des fonds propres) et sont par conséquent soumises à un risque de faillite plus élevé.

<sup>28</sup> Cf. Colletis (2004)

<sup>29</sup> Cf. E. Pinault (2002)

investisseurs institutionnels, beaucoup plus agressifs et très attentifs à la valeur actionnariale. Ce développement des fonds doit être mis en rapport avec la situation des ménages américains qui, comme nous l'avons vu, s'est révélée être complètement atypique à partir du milieu des années 90, en devenant structurellement déficitaire, avec un niveau d'épargne très bas.

Non sans rapport, l'année 1995 est aussi le moment où, par activisme monétaire de la banque centrale, la bulle financière se forme aux Etats-Unis, mais également, par contagion quasi instantanée, sur l'ensemble des places financières du monde (début de l'inflation des actifs financiers). Est-ce sans lien ? 1995 est, comme par hasard, l'année où les stocks-options commencent à prendre une ampleur inégalée. Enfin, en liaison avec l'inflation financière des actifs, c'est à partir du milieu de la décennie que l'explosion des marchés dérivés se produit, notamment des marchés de gré à gré dont les encours s'envolent. La volatilité des marchés de taux devient alors telle qu'il convient, pour l'ensemble des intervenants, de se couvrir toujours plus, entraînant, dans son sillon, des surs réactions spéculatives.

Que conclure alors de ce constat relatif au développement des concepts de gouvernance des firmes et de financiarisation ? Ces concepts renvoient, à l'évidence et nous l'avons vu, à un nouveau fonctionnement du marché des capitaux, à travers notamment la présence de nouveaux acteurs : les *money managers* et les grandes banques internationales. Mais il y a tout lieu de considérer que ces deux concepts renvoient également à des phénomènes qui se produisent à l'intérieur des firmes, en rapport direct, par conséquent, avec le nouvel actionnariat formé par les investisseurs institutionnels.

La question qui se pose est alors de d'approfondir la vision de la firme que développent ces actionnaires si particuliers. En position de surplomb sur les directions d'entreprise, ces investisseurs ont en effet la capacité d'imposer des pratiques de gouvernance, souhaitables à leurs yeux. On défendra ici l'idée qu'aux yeux de ces investisseurs, la firme n'est finalement qu'un « actif financier », dont la gestion doit obéir, avant tout, à une pure logique de valorisation.

### **La firme, comme « actif financier »**

Les investisseurs institutionnels qui se sont spécialisés dans la gestion déléguée pour compte de tiers, les *money managers*, ont pour activité principale de gérer des ressources qui proviennent essentiellement de fonds de pension. Ces fonds peuvent être individuels ou collectifs, mais leur caractéristique essentielle est d'être gérés selon, non pas une obligation de résultat, mais une obligation de moyen. Dans le cadre d'une obligation de résultat, le risque est assumé par le gestionnaire, ce qui exige de sa part une gestion relativement prudente. Mais, dans le cadre d'une obligation de moyens, c'est au contraire l'apporteur de fonds qui subit le risque de l'investissement ; par contre, le gestionnaire s'engage de son côté à mettre tous les moyens en œuvre pour obtenir le meilleur résultat possible ; ici, la gestion des fonds devient inévitablement agressive, et leur collecte particulièrement concurrentielle. Ces fonds mutualisés et investis ont été à l'origine des pratiques de « la nouvelle gouvernance des firmes » à la fin des années 80 et, par contrecoup, de leur « financiarisation » quelques années plus tard.

En quoi consiste le processus de financiarisation ? L'objectif des investisseurs est d'extraire de la survaleur de la part des entreprises ou encore d'exiger la mise en place de décisions qui permettent de créer des suppléments de valeur. Leur action est donc de nature à modifier très directement les structures industrielles. Pour les dirigeants concernés, ceux-ci doivent

dorénavant prendre des décisions dans un nouveau cadre qui les oblige à renouveler leurs modèles de gestion financière et de réflexion stratégique<sup>30</sup>.

Avec ces décisions d'un nouveau type et les acteurs qui en sont la source ou bien qui les subissent, on touche plus particulièrement, ici, la dimension institutionnelle du processus de financiarisation.

Quels sont alors ces décisions et les choix de gestion qui favorisent la valeur actionnariale ?

En premier lieu, pour s'assurer de la bonne volonté des dirigeants à mettre en œuvre tous les choix favorables à la valeur actionnariale, la généralisation des stocks-options, lorsqu'il n'est pas détourné, est un mécanisme fortement incitatif. Ce mécanisme est décidé par l'assemblée générale des actionnaires et concerne, en général, les couches supérieures du management. On sait à quel point ces pratiques ont pu se développer et entraîner, dans des cas de plus en plus nombreux, des dérives spectaculaires. Dans ces situations particulières, les dirigeants ont détourné ces mécanismes à leur profit, tout en s'abritant derrière le discours de la valeur actionnariale

Il y a ensuite l'introduction, dans les méthodes de management, du critère de l'EVA (Economic Value Added). Celui-ci a constitué historiquement l'élément le plus visible du changement. Derrière ce critère, les investisseurs institutionnels ont cherché surtout à imposer une politique financière entièrement axée autour de la valeur actionnariale (*shareholder value*) ; en effet, l'EVA permet de rapprocher les différents éléments de la gestion financière (choix d'investissement, structure du capital) et le cours des actions. L'objectif consiste notamment à créer de la valeur pour l'actionnaire par le biais d'une hausse du taux d'endettement. Elle peut également prendre la forme de la relation qui permet de réduire le nombre d'actions et conduit au reversement aux actionnaires des cash-flows libres qui, en l'absence d'un contrôle actionnarial, sont habituellement gérés discrétionnairement par les dirigeants. Les actionnaires-investisseurs cherchent ainsi à prendre le contrôle de l'affectation des cash-flows libres. On doit constater qu'aujourd'hui une grande majorité des firmes cotées en bourse pratique le rachat d'actions.

Une autre dimension de ces choix touche les décisions stratégiques portant sur le périmètre d'activités. Par-delà la révision du périmètre d'intégration des tâches dans l'activité du groupe, il y a aussi la tendance, particulièrement lourde, à la réduction du nombre de domaines d'activités stratégiques dans ce périmètre. Cette réduction est, par nature, entièrement liée à la recherche de performance financière et à l'élimination des subventions croisées entre activités d'un même groupe. Pour les investisseurs qui subissent une asymétrie d'information, la transparence financière d'une entreprise va en effet de pair avec la réduction du nombre de ses activités. Elle permet aux investisseurs de réaliser plus facilement une diversification de leur portefeuille conforme à leur politique et, simultanément, de contrôler le financement des activités en fonction de leurs propres critères.

L'expression de cette contrainte se révèle concrètement à travers les opérations de cession ou de scission. Ces techniques permettent en effet d'isoler et de coter, dans des structures juridiques distinctes et spécialisées, les différentes activités des firmes ; elles facilitent l'identification des activités apportrices de valeur de celles qui, aujourd'hui, en consomment, mais sont potentiellement rentables. Cette transparence accrue laisse aux investisseurs

---

<sup>30</sup> Ce nouveau cadre, qui est décrit ci-après, a été mis en évidence dans un rapport faisant suite à une mission confiée par le gouvernement français (cf. F. Morin (1998)).

institutionnels le pouvoir de gestion de circulation des flux de liquidités et de valeurs économiques entre les différentes entreprises et activités.

Plus précisément, les nouvelles normes de gestion favorisent une externalisation de la gestion des flux de liquidités par le biais de mécanismes de marché. Dans le paradigme standard, les activités à revenu ou à *cash flow* excédentaires (grandeur de revenu libre de toute affectation) servent à financer le développement des activités certes prometteuses, mais qui sont actuellement consommatrices nettes de *cash flow* libres. Dans cette logique, le pouvoir de la direction est, par nature, celui de l'affectation de ces nouvelles ressources. Il traduit, en définitive, la capacité de décider des axes de développements futurs. Il en va différemment dans le capitalisme de marché financier dominé par la présence des investisseurs institutionnels. Le transfert total de la survalueur vers les actionnaires (ou investisseurs) dépouille les dirigeants du pouvoir d'affectation des liquidités excédentaires que l'entreprise a pu dégager. La décision de ré-affectation des fruits de l'activité de l'entreprise est désormais transférée de l'entreprise vers les actionnaires.

L'obligation de résultat à laquelle est soumise la firme pèse également sur la politique d'investissement. La firme doit plier cette politique à celle anticipée des investisseurs. Dès lors, la firme n'a que deux solutions pour répondre à cette contrainte ; soit elle parvient à transférer tout ou partie du risque vers ses partenaires, soit elle arrive à stabiliser voire accroître sa rentabilité économique. Sur la capacité de transfert des risques, il faut évoquer les principales pratiques : le développement des réseaux de firmes, l'affichage de partenariat, l'externalisation des tâches non critiques. En interne, on doit mentionner toutes les pratiques liées ou bien à la flexibilisation des marchés du travail (avec déstabilisation de la formation des compétences), de l'organisation du travail (surcroît de stress), de la masse salariale (mise en œuvre de plans sociaux<sup>31</sup>), ou bien encore à la précarisation de l'emploi. Ces dernières apparaissent comme autant de procédés de transfert de risques vers le travail salarié<sup>32</sup>.

Il est enfin un autre domaine dans lequel les investisseurs institutionnels ont fortement imprimé la marque de leur action, et en cherchant notamment à transférer les risques, c'est celui des investissements financiers internationaux en direction des pays émergents. Dans ces pays, les mouvements de capitaux financiers ont été très volumineux ces dernières années. À côté du rôle joué par les banques internationales, on sait que les entrées de capitaux ont été largement impulsées par les grands investisseurs institutionnels. Poussés par leurs mandants à rechercher les meilleures rentabilités financières selon la norme internationale, que nous avons décrite précédemment, ces investisseurs n'ont pas vraiment pris conscience de la sous-évaluation systématique du risque spécifique pris en investissant massivement dans des pays, certes en voie de développement rapide, mais dont les assises sont également fragiles. Ces mouvements de capitaux ont été ainsi à l'origine en grande partie des crises financières qui ont secoué violemment ces pays durant les dernières années.

---

<sup>31</sup> Conduisant à ce que l'on a appelé des licenciements « boursiers », car obéissant essentiellement à une logique financière.

<sup>32</sup> On est tenté de suivre l'idée de P. Artus et M. Debonneuil pour qui le risque est dorénavant porté par le travail et non plus par le capital. Dans ce cas de figure, la structure des primes de risques devrait être - en théorie - totalement revue ; il faudrait que le rendement des actions soit à peine supérieur à celui des obligations et que le salaire soit en moyenne plus élevé pour compenser le caractère cyclique de la masse salariale ... : cf. « Crise, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », in *L'architecture financière internationale*, CAE, n°18, 1999 p90.

Comme on peut le constater, une grande partie de l'activité des investisseurs a été de se consacrer au transfert des risques liés à leurs placements vers d'autres acteurs qui n'étaient pas en capacité de leur résister : salariés, épargnants, retraités, pays émergents. C'est notamment par rapport à cette nouvelle donnée de base, que les acteurs financiers ont su imposer une nouvelle gouvernance afin de réduire les incertitudes dans la formation de leurs anticipations.

Finalement la financiarisation se traduit par un découplage entre les porteurs de risque (que sont normalement les actionnaires), et les porteurs de la décision d'investir. Elle forge ainsi une nouvelle image du capitalisme où les marchés financiers sont devenus, de fait, les lieux privilégiés d'action et d'expression du rapport actionnarial. Les nouveaux acteurs de ce capitalisme (les banques internationales, les investisseurs institutionnels qui procèdent par délégation de gestion) possèdent aujourd'hui la capacité de participer, chacun à leur manière, à la construction de la stratégie des firmes. Mais le filtre de leur action est purement financier.

## **2.2. Conclusion : une production des connaissances asservie**

Reprenons ici les points centraux de la présentation précédente, en mettant plus précisément le doigt sur l'articulation avec la production des connaissances.

Tout d'abord, nous savons que les investisseurs exigent la réduction du périmètre d'activité des firmes lorsque celui-ci leur apparaît trop large. La nature de cette exigence est facile à comprendre. En effet, il leur faut pouvoir pratiquer un *benchmarking* des activités à l'échelle mondiale. Cette connaissance leur permet de repérer clairement les firmes qui dégagent les meilleurs rendements planétaires sur une activité déterminée. Une firme qui multiplierait les activités aurait la tentation de pratiquer des subventions croisées entre elles, et, par là-même, empêcherait l'exercice d'évaluation indispensable à une transparence des résultats. Ceci est évidemment inacceptable aux yeux des investisseurs. A travers cette exigence forte, il devient tout à fait évident qu'une firme n'a aucunement la possibilité de créer une activité nouvelle en dehors de son périmètre validé. La question qui vient à l'esprit est alors la suivante : quelle est la faculté de déployer réellement son talent en dehors de son secteur d'appartenance ?

Prenons le cas d'une activité en émergence, par exemple sous l'effet de la créativité ou de l'innovation d'une firme particulière. Aux yeux des investisseurs, il faut alors immédiatement l'isoler juridiquement des autres activités et, simultanément vérifier qu'elle est bien apporteuse de valeur. L'apport de fonds pour cette nouvelle activité ne doit alors surtout pas provenir de la firme. En effet, les investisseurs estiment qu'ils sont les seuls à pouvoir apprécier le bien fondé de l'allocation des capitaux dans les nouveaux secteurs d'activité. C'est leur métier, affirment-ils. Ce n'est donc pas de la compétence d'un chef d'entreprise que de vouloir ou de pouvoir réaliser ce type d'investissement.

Dans ces conditions, il apparaît assez clairement que l'accumulation des connaissances doit être strictement limitée aux activités de cœur de l'entreprise. Aucun débordement n'apparaît possible. En tous les cas, les investisseurs ont dans leur ligne de mire tous les groupes à activités conglomerales. A leur propos, la méfiance est totale et leur appréciation est *a priori* extrêmement négative s'il s'agit de leur apporter un concours. Si une firme s'engage toutefois dans cette voie, ou bien si elle compte le faire, elle doit alors immédiatement s'expliquer devant eux afin de justifier un panel d'activités qui ne cadre pas avec leurs critères. Soyons clair. Il faudra que la firme fournisse énormément d'explications sur sa stratégie pour éviter que les investisseurs ne se détournent définitivement d'elle. Mais jusqu'où doivent aller ces explications ? Certes, il y a les lieux d'explications publiques comme les road shows. Mais

plus sûrement, les investisseurs exigeront des « one to one », afin de comprendre le bien fondé de la nouvelle stratégie. Là, tout peut se passer dans ce genre d'entretiens, à commencer par la transmission d'informations que d'aucuns pourront estimer confidentielles ...

Les axes de développement futurs sont donc décidés par les investisseurs. Ce sont eux qui vont apporter les ressources qui ont été dégagées par extraction de la valeur dans les firmes. Ils affectent ces ressources dans les activités en émergence ou repérées comme étant déjà particulièrement rentables. Les investisseurs institutionnels estiment que c'est dans ce travail d'allocation des capitaux que se trouve leur compétence propre, leur cœur de métier. C'est une des raisons pour lesquelles le cash doit remonter et ne pas rester dans les entreprises. Comment ne pas voir dans ce processus fondamental de ponction des ressources et ensuite d'allocation « le pouvoir d'orientation » de la finance globalisée ?

Mais ce n'est pas tout. L'emprise de la valeur actionnariale s'applique également aux investissements que la firme peut être amenée à réaliser dans son propre domaine d'activité, autrement dit, à l'intérieur même du périmètre de son cœur de métier.

En effet, il faut bien voir que l'impératif de rentabilité financière, qui est posé *a priori*, (c'est à dire l'obligation de résultat de la firme) entraîne pour elle la nécessité de pratiquer un ajustement en général très élevé de sa rentabilité économique. Cet ajustement doit se réaliser à ce niveau pour servir à la fois la rémunération exigée du capital ainsi que les intérêts dus de la dette. Cela donne sans doute une réelle assise à la créativité de l'entreprise et favorise, à l'évidence, le processus d'innovation. Mais, cette production de nouvelles connaissances est évidemment liée à la contrainte de rentabilité financière posée par les investisseurs. Dans certains cas, c'est même un scénario inverse qui peut se produire afin de satisfaire toujours cette même exigence de rentabilité. En effet, pour maintenir cette exigence, la firme peut être amenée à désinvestir pour ne conserver que les actifs considérés comme les plus rentables. Ici, il y a non seulement destruction de savoirs accumulés, mais aussi, par les licenciements, des pertes de savoir vivant. Quelle est alors la place réelle pour une véritable politique de l'innovation ? Dans ces cas là, il est évident que ce n'est pas le processus de production des connaissances qui guide l'accumulation du capital.

Finalement, le processus de production de connaissances apparaît doublement asservi. Il l'est, comme on vient de le voir, par le niveau des investissements qui ne peut être lui-même que contraint par une rentabilité financière exigée *a priori* ; il l'est ensuite par la quasi impossibilité de développer, par accumulation des connaissances, des activités nouvelles qui pourraient en dériver. Seuls les investisseurs institutionnels ont la réalité du pouvoir de décider des investissements nouveaux. Ce sont donc eux, in fine, qui ont la capacité d'orienter réellement l'accumulation du capital. En tant que professionnels, ils ne le feront évidemment que sur la base de critères strictement financiers.



## Bibliographie

- Aglietta M., Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- Alchian A.A. (1950), "Uncertainty, evolution and economic theory", *Journal of Political Economy*, vol. 58, n°3, pp. 211-221.
- Ancori B., Bureth A., Cohendet P. (2000), "The economics of knowledge : the debate about codification and tacit knowledge", *Industrial and Corporate Change*, vol. 9, n°2, pp. 255-287.
- Artus P. (2001), "Nouveaux pouvoirs des actionnaires, niveau et partage des risques", *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Association d'Economie Financière.
- Baudru, D., Lavigne S. (2001), "Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français", *Revue d'Economie Financière*, n°63, p. 91-105.
- Cohendet P., Llerena P. (1999), "La conception de la firme comme processeur de connaissances", *Revue d'Economie Industrielle*, n°88(2), pp. 211-236.
- Colletis G. (2004), "Evolution du rapport salarial, financiarisation et Mondialisation", *Cahiers du GRES*, n° 2004-15, <http://ideas.repec.org/p/grs/wpegrs/2004-15.html>.
- Corporate Governance* (2005), coordonné par T. Clarke, en 5 volumes; Routledge, London and New York.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K. (1999), "Consultancy Promises, Management Moves: Shareholder Value and Financialisation", *Papier présenté à la Critical Management Studies Conference*, Manchester, 14-16 juillet.
- Jeffers E., Plihon D. (2001), "Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises", *Revue d'Economie Financière*, n° 63, pp. 137-152.
- Jensen M.C., Meckling A.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, octobre, pp. 305-360.
- Morin F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse prospective et comparaisons internationales*, Ministère de l'Economie et des Finances, Editions de Bercy.
- Nelson R.R., Winter S.G. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Harvard University Press.
- Nonaka I., Toyama R., Nagata A. (2000), "A firm as a knowledge-creating entity : a new perspective on the theory of the firm", *Industrial and Corporate Change*, vol. 9, n°1.
- Paulré B. (2004), "Introduction au capitalisme cognitif"; Note du séminaire Matisse-Ysis.
- Pineault E (2002), "Financiarisation du capitalisme et transformation de la régulation monétaire, le cas du Canada", Thèse EHESS et UQUAM.
- Plihon D., Ponssard J.P., Zarlowski P. (2001), "Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise : une hypothèse de double convergence", *Revue d'Economie Financière*, n° 63, pp. 35-51.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol. 52, juin, pp. 737-783.

- Rebérioux A. (2003), « Evolution de la gouvernance d'entreprise et financiarisation du rapport salarial : étude sur données françaises et interprétation conventionnaliste », *Les 9<sup>èmes</sup> Journées d'Histoire de la Comptabilité et du Management*, « Gouvernement d'entreprise : perspectives historiques », Colloque international organisé par le CREFIGE, 20 et 21 mars.
- Rubinstein M. (2001), «Le débat sur le gouvernement d'entreprise en France : un état des lieux», *Document de travail Université Paris 7 et CEPN*.
- Teece D.J. (1990), «Contributions and impediments of economic analysis to the study of strategic management», in Fredrickson J.M. (ed.), *Perspectives on strategic management*, Grand Rapids, Harper Business, p. 59.
- Vercellone C. (2004), «Sens et enjeux de la transition vers le capitalisme cognitif : une mise en perspective historique», *Note du séminaire Matisse-Ysis*.
- Williamson O.E (1991), *The economic institutions of capitalism*, The Free Press, New York.
- Williamson O.E (1984), «The Economics of Governance: framework and implications», *Zeitschrifts für die gesamte Straatswissenschaft*, n°140, p.195-223.

---

## Cahiers du GRES

---

Le Groupement de Recherche Economique et Sociales (GRES) réunit deux centres de recherche :

- **IFReDE** (Institut Fédératif de Recherches sur les Dynamiques Economiques), Université Montesquieu-Bordeaux IV
- **LEREPS** (Laboratoire d'Etudes et de Recherche sur l'Economie, les Politiques et les Systèmes Sociaux), Université des Sciences Sociales Toulouse 1

[www.gres-so.org](http://www.gres-so.org)

Université Toulouse 1  
LEREPS – GRES  
Manufacture des Tabacs  
21, Allée de Brienne  
F - 31 000 Toulouse  
France  
Tel. : +33-5-61-12-87-07  
Fax. : +33-5-61-12-87-08

Université Montesquieu-Bordeaux IV  
IFReDE – GRES  
Avenue Léon Duguit  
F - 33 608 Pessac Cedex  
France  
Tel. : +33-5-56-84-25-75  
Fax. : +33-5-56-84-86-47

---

### Cahiers du GRES (derniers numéros)

- 2005-15 : BONIN Hubert, *Esquisse d'une histoire de l'esprit d'entreprise en France*
- 2005-16 : SAINT-JEAN Maïder, *Polluting emissions standards and clean technology trajectories under competitive selection and supply chain pressure*
- 2005-17 : LUNG Yannick, *The link between the diversity of productive models and the variety of capitalisms. A review of the literature and contextualisation using the car industry as a case study*
- 2005-18 : BERROU Jean-Philippe, CARRINCAZEAX Christophe, *La diversité des capitalismes et les pays d'Europe centrale et orientale, une analyse statistique*
- 2005-19 : COLLETIS Gabriel, DIEUAIDE Patrick, *Vers une ré-institutionnalisation du rapport salarial centrée sur la question des compétences. Un nouveau chantier pour l'approche en termes de régulation*
- 2005-20 : JEANNIN Philippe, *Politique de la recherche. Le cas des sciences humaines et sociales*
- 2005-21 : LACOUR Claude, VIROL Stéphane, *Politique régionale européenne : nouveaux fondements, nouvelles frontières ?*
- 2005-22 : TALBOT Damien, *Une compréhension institutionnaliste de la proximité organisationnelle: le cas d'EADS*
- 2005-23 : DANG NGUYEN Godefroy, VICENTE Jérôme, *Quelques considérations sur l'aménagement numérique des territoires : le rôle des collectivités locales dans le déploiement des infrastructures de l'économie numérique*
- 2005-24 : BLANCHETON Bertrand, *Montesquieu économiste*
- 2005-25 : GALLIANO Danielle, ROUX Pascale, *The evolution of the spatial digital divide: From internet adoption to internet use by french industrial firms*
- 2006-01 : LAYAN Jean-Bernard, *L'innovation péricentrale dans l'industrie automobile : une gestion territoriale du risque de résistance au changement*
- 2006-02 : VICENTE Jérôme, DALLA PRIA Yan, SUIRE Raphaël, *The ambivalent role of mimetic behaviors in proximity dynamics: Evidences on the French "Silicon Sentier"*
- 2006-03 : LUNG Yannick, *Le Mercosur dans les trajectoires d'internationalisation des firmes automobiles*
- 2006-04 : JEANNIN Philippe, BOUTHORS Mathilde, *Une esquisse de la recherche en éducation à travers les revues*
- 2006-05 : MORIN François, *Le capitalisme de marché financier et l'asservissement du cognitif*

---

La coordination scientifique des Cahiers du GRES est assurée par Alexandre MINDA (LEREPS) et Vincent FRIGANT (IFReDE). La mise en page est assurée par Dominique REBOLLO.